

## ПРИЧИНЫ ВЫХОДА РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ НА ЗАПАДНЫЕ ФОНДОВЫЕ РЫНКИ

*Леенсон О.В., Овсянникова Е.С., Чижова К.А.*

*(Уральский государственный университет им. А.М.Горького,  
Екатеринбург)*

Современное развитие рынка капитала, в частности фондового рынка, становится основным звеном функционирования мировой экономики, а движение капитала преобладает над всеми видами экономической деятельности. В него вовлекаются все новые государства.

В течение последних нескольких лет ряд российских компаний устремился на западные фондовые рынки, в частности на фондовый рынок США, в поисках капитала. Самый простой из способов выйти на американский фондовый рынок - выпустить американские депозитарные расписки (АДР). Уже более 40 российских компаний выпустили АДР, которые котируются на американских фондовых биржах, хотя число российских первичных размещений акций (IPO) все еще очень мало. Большинство российских компаний, вышедших на американский фондовый рынок, выпустили АДР 1-го уровня. Такое решение в компаниях обычно объясняют тем, что хотят повысить стоимость акций и привлечь новых инвесторов. Но есть и те, кто считает выпуск АДР 1-го уровня самым первым шагом к выпуску IPO (для чего и нужны АДР 3-го уровня) и листингу на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE). В числе таких компаний довольно крупные компании, которые представляют только две отрасли - телекоммуникации и добычу нефти. Бессмысленно упрекать их в отсутствии патриотизма. Они пошли туда, где смогли получить максимальные деньги по минимальной цене.

Одной из причин такого положения вещей является отсутствие инвестиционной культуры. Доля населения, которая участвует на фондовом рынке в России в 1000 раз ниже, чем в США. При этом сбережения граждан России по разным оценкам колеблются от 40 до 100 млрд. долларов США. Точно так же как предприятия выходят на рынок и не видят этих десятков миллиардов долларов, так и граждане, не спешат вкладывать свои деньги в экономику. И не только потому, что их не устраивают риски или доходности, но и потому, что просто не знают, как это сделать. С другой стороны, предприятия также не ведут себя как объекты публичных инвестиций, тщательно скрывая информацию о структуре собственности и бизнеса.

Сейчас около 160 брокерских компаний предоставляют услуги прямого доступа к биржевому рынку населения через Интернет. Это притом, что весь рынок РФ оценивается примерно в 20-30 тыс. частных инвесторов. Поэтому речь идет об общем повышении культурного инвестиционного уровня, без которого привлечение сбережений населения в качестве инвестиций просто невозможно. Своевременным представляется принятие специальной государственной программы с условным названием "Всеобщая инвестиционная грамотность". Потенциал роста рынка инвестиционных услуг населению очень велик (100-1000 раз в течение ближайших 5-10 лет), а экономические последствия колоссальны. Так же как и от всеобщей грамотности, выигрывают все: и экономика, и граждане, и государство.

В настоящее время обучением населения инвестициям в России занимаются в основном брокерские компании. В вопросе возможных форм участия государства в пропаганде культуры инвестиций будет полезен западный опыт. Это может быть и льготное налогообложение специализированных СМИ на определенном этапе их развития, и прямое финансирование инфраструктурных и образовательных проектов, и дистанционное обучение с использованием Интернета. В качестве примера можно привести учебную биржу Stock Market Game. Эта биржа создана при поддержке Национального Совета Экономического Образования при правительстве США. В учебных биржевых торгах ежегодно принимает участие около 700 тыс. человек, из которых только около половины проживает в США. Ответ на вопрос, в экономику какой страны будут инвестировать свои средства прошедшие обучение иностранцы, думаю, очевиден.

Многие западные инвесторы, например пенсионные и страховые компании, отраслевые инвестиционные фонды и частные лица, не имеют законодательного права покупать напрямую акции российских предприятий. Для того чтобы эти категории инвесторов могли вкладывать деньги в ценные бумаги российских предприятий и создаются американские депозитарные расписки, которые за рубежом представляют акции российских эмитентов.

Программы АДР сами по себе очень ценны, так как они увеличивают базу акционеров и создают дополнительные возможности для привлечения иностранных инвестиций в российскую промышленность. Емкость и ликвидность российского фондового рынка крайне ограничена, поэтому цены на акции во многих случаях устанавливаются ниже их реальной стоимости, а значит, занижается капитализация компании. Компания часто оценивается на американской бирже выше, чем на российской бирже. Например, анализ ряда российских региональных энергокомпаний, котирующихся в США в форме АДР, показывает, что по таким показателям, как отношение цены акций к продажам и отношение цены акций к балансовой стоимости, оценка этих компаний в 3 раза превышает оценку АО-энерго, не имеющих АДР-программ.

Выход на западный фондовый рынок связан с большими расходами. Это и андеррайтерская комиссия, и плата за регистрацию, и оплата услуг юристов, и ежегодные взносы за листинг. Так, согласно подсчетам NASDAQ, стоимость создания АДР самого высокого, 3-го уровня с IPO составляет от 2 до 4 млн. долларов США. Это является одной из причин того, что увеличить капитализацию и привлечь инвестиции за счет выпуска американских депозитарных расписок могут лишь крупные российские компании, которые активны и на фондовом рынке России. Среди них полностью отсутствуют малые и средние растущие российские компании.

Выход на западные биржи для небольших российских компаний невозможен, как уже отмечалось, в первую очередь из-за высоких затрат. В России же для них нет специальных биржевых площадок (сегментов). Кроме того, считается, что биржа как источник капитала подходит только для очень крупных компаний с большой капитализацией (как правило, приводятся цифры, характерные для западных развитых рынков). И все это при том, что весь российский рынок акций имеет капитализацию около 60 млрд. долл. (данные агентства SKATE, 2005), т.е. капитализацию всего одной крупной западной компании. А ведь именно растущие малые и средние компании испытывают наибольшие проблемы с привлечением инвестиций для своего

развития, и именно они обладают наибольшим потенциалом роста и могли бы быть наиболее привлекательны для инвесторов.

Западные биржи, особенно американские, являются не только местом, где делаются большие деньги, но еще и прекрасной школой адаптации к сложным процессам развития мировой экономики. Мы можем использовать биржевую инфраструктуру Америки для пополнения оборотных активов своих предприятий. Наконец, ничто нам не мешает элементарно покупать за границей те предприятия, которые будут способствовать расширению сбыта отечественных товаров и технологий. В этом плане уже появились первопроходцы, например компания "ЛУКОЙЛ", которая начала скупать в Америке сети бензозаправочных станций.

Так, в последние несколько лет в России компании из телекоммуникационного сектора и нефтегазового комплекса добились определенных успехов в привлечении международного капитала. В будущем успеха в привлечении финансирования со стороны иностранных инвесторов добьются и другие отрасли.

Размер компании имеет значение в зависимости от того, на какой рынок капитала хочет выходить компания. Если речь идет об американском рынке, то существуют определенные требования к размеру компании, которая намерена котироваться на Нью-Йоркской бирже. Если речь идет о других биржах, таких как, например, NASDAQ, или о многих европейских рынках, то здесь требования к размерам не такие строгие. Размер компании, а также объем финансирования, который она надеется привлечь, являются важными факторами, которые следует учитывать при выборе рынков капитала или других вариантов финансирования.

Важнейшее значение для иностранных инвесторов имеет "прозрачность" российских компаний - прозрачность финансовой отчетности и управления компанией. Компании, составляющие отчетность по IAS или US GAAP, пользуются большей популярностью у иностранных инвесторов, поскольку ведение учета по международным стандартам дает реальную картину финансового состояния предприятия.

Российские же стандарты бухгалтерского учета в основном предназначены для целей налогообложения и не дают представления о компании с точки зрения ее рыночной стоимости, возможностей инвестирования в компанию. Одним из важнейших приоритетов для Правительства РФ должно быть установление требований ко всем российским компаниям вести учет и составлять отчетность по международным стандартам, что было бы крайне важно для развития рынка.

На Западе есть понятие "публичные компании" (publicly traded companies), подразумевающее, что большинством акций владеют мелкие акционеры, хотя в их собственности могут находиться и относительно крупные пакеты акций порядка 15, 20, 25%.

В России, мы сталкиваемся с противоположной ситуацией: фактически у каждой российской компании есть контролирующий ее акционер или группа контролирующих акционеров, что делает крайне рискованной покупку небольших пакетов акций компании. Если у инвесторов нет уверенности, что их права будут эффективно защищаться либо контролируемыми акционерами, либо органами судебной системы.

Прозрачность управления компаниями подразумевает не только гарантии предоставления всем акционерам информации о важнейших

решениях компании, но и гарантии того, что при принятии таких решений их голос будет услышан и они смогут реализовать свои права.

Безусловно, существует конкуренция, когда российский эмитент принимает решение выйти с депозитарными расписками на иностранный рынок, когда этот рынок начинает рассматривать в качестве основного источника денежных ресурсов, он, с одной стороны, прав, а с другой - сокращает бизнес на отечественном рынке ценных бумаг, торговая активность (реальная или будущая) уходит из страны. Но проблема не в том, чтобы ограничивать доступ отечественных эмитентов на внешние рынки. Логика открытой экономики и потребности в инвестициях, которые внутри страны обеспечиваются денежными ресурсами лишь на 10-15%, делают протекционизм в его крайних формах опасным. Проблема, напротив, в том, чтобы осознать суть конкуренции торговых систем, чтобы не только абстрактно рассуждать о спорах Франкфурта, Лондона, Парижа и Нью-Йорка в борьбе за торговую активность, но и видеть нашу собственную опасность утраты ликвидности фондового рынка.

На данном этапе развития фондового рынка России можно следующим образом сформулировать главные причины отсутствия эмиссий акций на российских биржах:

- > не учитываются интересы предприятий (нет специальных биржевых сегментов);
- > не учитываются интересы инвесторов (низкая прозрачность);
- > отсутствует опыт (культура) IPO;
- > мало доверия к рынку ценных бумаг.

Слабость российского рынка заключается также в том, что он сложился как чисто спекулятивный и не рассматривается предприятиями как платформа для привлечения инвестиций. Рынок был сформирован с учетом в большей степени биржевых спекулянтов, нежели предприятий и инвесторов. Интересы последних оказались полностью забыты. И эту, пусть и недолгую, традицию теперь очень трудно переломить. Добавил проблем, конечно, и кризис 1998 г. Доверие к рынку оказалось почти полностью потерянным.

Крупные российские компании могут выбирать между российскими и западными рынками капиталов, и они выбирают западные. Малые и средние компании не имеют возможности выбора, поэтому фактически не получают от биржи ничего.

Но несмотря на все трудности, сегодня есть все основания полагать, что российские компании будут все более привлекательными для западных инвесторов, но при условии, что ситуация в самой России будет оставаться стабильной. Сегодня мы наблюдаем рост интереса к России, однако, лишь со стороны инвесторов, желающих найти такие российские компании, способные лучше других продемонстрировать свой успешный опыт работы или наличие хороших перспектив на будущее.

В заключение следует отметить следующее: фондовый рынок США - самый емкий и подвижный в мире, и в настоящее время иностранные компании, в том числе и российские, считают необходимым присутствовать на фондовом рынке США по той простой причине, что через продаваемые здесь акции можно обеспечить дополнительное финансирование многих крупных проектов. Но получать международный публичный статус и выходить на зарубежные фондовые рынки российской компании стоит лишь в том случае, если она твердо представляет, зачем ей это нужно.